

信用评级公告

联合〔2021〕7023号

联合资信评估股份有限公司通过对“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”项下“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”的信用等级为 AAA_{sf} ，维持“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的信用等级为 AA^+_{sf} 。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十八日

光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据 2021 年跟踪评级报告

评级结果

资产支持票据简称	未偿金额 (亿元)		占比 (%)		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
18 光大嘉宝 ABN001 优先 A	3.717	3.73	57.30	57.39	AAA _{sf}	AAA _{sf}
18 光大嘉宝 ABN001 优先 B	2.76	2.76	42.55	42.46	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}
18 光大嘉宝 ABN001 次	0.01	0.01	0.15	0.15	NR	NR
总计	6.487	6.50	100.00	100.00	--	--

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. NR-未予评级

跟踪评级相关信息

信托设立日	2018 年 10 月 30 日
资产跟踪基准日	2021 年 4 月 30 日
票据跟踪基准日	2021 年 1 月 20 日
跟踪期间	2020 年 1 月 21 日 - 2021 年 7 月 9 日
基础资产	委托人为设立信托而根据《财产权信托合同》信托并转让予受托人的、委托人根据《单一资金信托合同》享有的单一资金信托受益权
发起机构/基础债务人/借款人/资产服务机构/优先收购权人/流动性支持机构/光大嘉宝	光大嘉宝股份有限公司
物业资产/抵押物	上海嘉定颐和电机电脑有限公司、上海嘉宏房地产有限责任公司、上海嘉宝神马房地产有限公司、上海嘉宝奇伊房地产经营有限公司和光大嘉宝持有的、用于归集物业资产运营净收入的房屋及对应的土地使用权
期限	3+3+3+3+3+3 年
法定到期日	2038 年 7 月 20 日

跟踪评级时间

2021 年 7 月 28 日

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）所涉及的发起机构、借款人/流动性支持机构信用水平、基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定维持“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”项下“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”信用等级为 AAA_{sf}，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”信用等级为 AA⁺_{sf}，上述评级结果反映了“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

优势

1. 物业资产归集现金流对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”期间本息支出的保障程度较好。跟踪期内，物业资产现金流归集情况符合目标值，对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”期间本息支出的保障程度较好。
2. 借款人/流动性支持机构光大嘉宝偿付能力和偿付意愿很强。光大嘉宝作为中国光大集团股份有限公司旗下的上市公司，仍定位为不动产投资和资产管理平台，光大嘉宝在不动产资管细分领域仍具备很强的竞争优势。光大嘉宝不动产资管业务在管项目区域布局较好，债务结构较为合理，在建项目资本支出压力不大，其提供的增信对优先级资产支持票据本息的兑付仍起到重要

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
商业地产资产证券化（单一借款人）评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

流动性支持机构/优先收购权人主要财务指标：

光大嘉宝股份有限公司（合并口径）				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产（亿元）	64.11	35.78	39.25	41.02
资产总额（亿元）	250.99	284.17	338.77	352.80
所有者权益（亿元）	81.47	94.78	99.45	98.07
短期债务（亿元）	27.60	11.54	17.53	15.75
长期债务（亿元）	65.37	85.56	125.48	128.96
全部债务（亿元）	92.97	97.09	143.01	144.71
营业收入（亿元）	47.58	48.21	39.37	5.49
利润总额（亿元）	16.18	6.83	6.48	0.04
EBITDA（亿元）	19.94	14.10	14.85	--
经营性净现金流（亿元）	17.76	-1.13	13.86	7.03
营业利润率（%）	43.97	34.59	39.55	42.52
净资产收益率（%）	14.36	4.63	3.81	--
资产负债率（%）	67.54	66.65	70.64	72.20
全部债务资本化比率（%）	53.29	50.60	58.98	59.61
流动比率（%）	154.42	148.98	153.85	137.07
经营现金流动负债比（%）	18.71	-1.29	14.60	--
现金短期债务比（倍）	2.32	3.10	2.24	2.60
EBITDA 利息倍数（倍）	5.07	2.30	1.85	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.66	6.89	9.63	--

注：1. 已将其他应付款和长期应付款中的带息债务分别调入短期债务和长期债务；2. 2021年一季度财务报表未经审计
资料来源：光大嘉宝年报及2021年一季度报

分析师：

魏诗博 张高瞩

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

的信用支持作用。

关注

1. 若承租人提前退租或者停止续租，或造成物业租金收入下降，可能对票据的本息兑付产生不利影响。物业资产的部分租赁合同期限不能覆盖信托计划存续期，跟踪期内，由于承租方到期后存在部分面积未续租，截至跟踪基准日时点物业资产的出租率有所下降。未来不排除其他承租人出现逾期、违约或是提前退租，物业出现空置或新租赁价格进一步下调的情况，物业资产租金收入可能会出现波动。
2. 需关注光大嘉宝相关运营和财务风险。光大嘉宝2020年不动产资管业务收入下降，商誉存在减值风险、持股比例较高的并表不动产资管项目或将加大光大嘉宝投资风险、项目退出造成财务指标波动，持有的未开发土地储备规模小、房地产业务未来的持续性存在较大的不确定性。

声 明

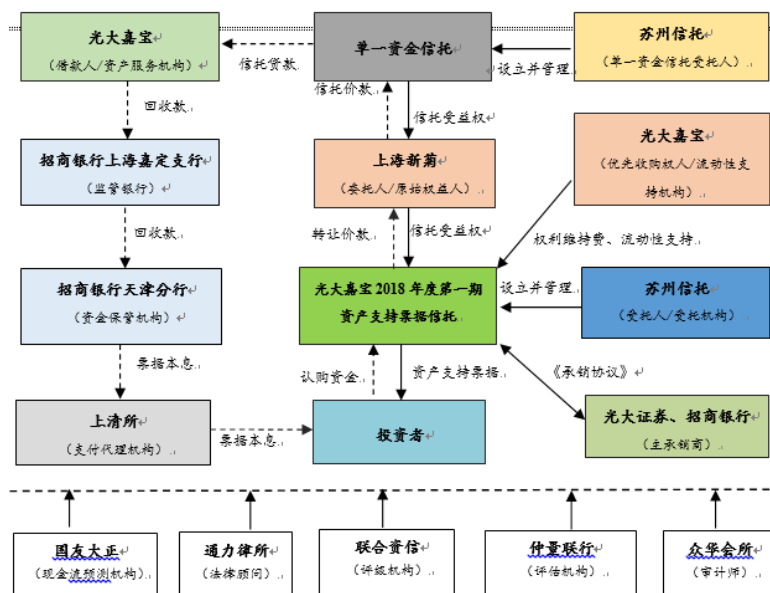
- 一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与委托方构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托方及本交易其他相关方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托方和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至本交易项下受评对象到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内受评对象的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

本交易的原始权益人上海嘉宝新菊房地产有限公司（以下简称“上海新菊”）将其合法所有的“光大嘉宝2018年度第一期资产支持票据单一资金信托”（以下简称“单一资金信托”）合同项下的单一资金信托受益权作为基础资产，采用特殊目的载体机制，通过苏州信托有限公司（以下简称“苏州信托”）设立“光大嘉宝2018年度第一期资产支持票据信托”（以下简称“票据信托”）。苏州信托以受托的基础资产所产生的现金流作为收益支持在全国银行间债券市场发行优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）（包括“18光大嘉宝ABN001优先A”和“18光大嘉宝ABN001优先B”）和次级资产支持票据（以下简称“18光大嘉宝ABN001次”）。投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产权信托项下相应的信托受益权。信托受益权来源于委托人上海新菊将资金委托给苏州信托设立单一资金信托而享有的信托利益。该单一资金信托项下资

金用于向光大嘉宝股份有限公司（以下简称“光大嘉宝”）发放信托贷款，贷款规模为65100万元，贷款期限为18年，贷款利率每半年根据目标值¹和待偿还本金倒推得出，贷款用途仅限于借款人物业项目运营、改造升级及归还股东借款和银行贷款，该信托贷款的期间还款来源为在特定期间²内，由出质人³自基准日（含该日）起享有的物业资产运营净收入⁴对应的应收账款，以及出质人有权收取的因前述应收账款产生的逾期缴纳滞纳金（如有）、违约金（如有）、损害赔偿金（如有）等其他款项。此外，本交易单一资金信托设置了抵/质押担保机制，即抵押人以其持有的《抵押合同》项下房屋及其对应的土地提供抵押担保，出质人以其在特定期间内享有的物业资产运营净收入对应的应收账款及其有权收取的因前述应收账款产生的其他款项提供质押担保。

图1 交易结构图



资料来源：主承销商提供

¹光大嘉宝承诺于物业资产运营净收入归集日将归集账户的物业资产运营净收入转付至监管账户，直至监管账户内的金额不低于当期EBITDA目标值。

²特定期间系指自基准日起(含该日)至借款人偿还完毕《信托贷款合同》下所有应付款项之日(含该日)止的期间。基准日系指信托生效日当月第一日。

³出质人系指上海嘉定顶和电机电脑有限公司、上海嘉宏房地产有限责任公司

司、上海嘉宝神马房地产有限公司、上海嘉宝奇伊房地产经营有限公司和光大嘉宝股份有限公司。抵押人同出质人。

⁴物业资产运营净收入系指尚在特定期间内，借款人自基准日(含该日)起，运营物业资产而取得的房屋及商铺出租收入、车位租金收入、物业广告收入等因经营物业资产而取得的扣除管理费、税费等成本后的一切收入。

本交易“18光大嘉宝ABN001优先A”发行规模为3.74亿元，预计存续期18年，每3年启动开放退出一次，按半年还本付息；“18光大嘉宝ABN001优先B”发行规模为2.76亿元，预计存续期为18年，每3年启动开放退出一次，按半年付

息，本金到期一次性兑付。“18光大嘉宝ABN001次”不设票面利率，预计存续期为18年，存续期可获得期间剩余收益（如有），到期享有最终剩余收益。

表1 截至票据跟踪基准日资产支持票据概要（单位：亿元）

债券简称	实际发行金额	未偿金额	还本付息方式	发行利率	调整后票据利率	期限
18光大嘉宝ABN001优先A	3.74	3.717	按半年还本付息	6.00%	5.85%	预期到期日为2036年7月20日 （下一个兑付日为2021年7月20日，第一个回售行权日为2021年7月20日）
18光大嘉宝ABN001优先B	2.76	2.76	按半年付息，到期一次性还本	7.50%	7.20%	
18光大嘉宝ABN001次	0.01	0.01	按半年可获得期间剩余收益，并在优先级资产支持票据本息偿付完毕后获得最终剩余收益	--	--	
合计	6.51	6.487	--	--	--	--

资料来源：联合资信整理

本交易设置了优先收购安排，优先购买权系指优先收购权人光大嘉宝或其指定的第三方根据《优先收购权协议》所享有的优先收购单一资金信托受益权的权利。因享有优先收购权，优先收购权人应支付权利维持费。本次跟踪期间，优先收购权人分别于2020年7月7日、2021年1月8日和2021年7月9日向信托账户支付了权利维持费704.69万元、730.57万元和692.11万元。

本交易设置了利率调整机制及优先级票据回售安排。根据苏州信托提供的其于2021年5月24日发布的《光大嘉宝2018年度第一期资产支持票据优先A档发起机构调整票面利率选择权和投资者回售选择权行使公告》以及《光大嘉宝2018年度第一期资产支持票据优先B档发起机构调整票面利率选择权和投资者回售选择权行使公告》，发起机构光大嘉宝对“18光大嘉宝

ABN001优先A”和“18光大嘉宝ABN001优先B”的票面利率分别下调15BP和30BP至5.85%和7.20%，利率生效日为2021年7月20日。“18光大嘉宝ABN001优先A”和“18光大嘉宝ABN001优先B”的投资者于2021年5月25日至2021年7月6日拥有回售选择权。苏州信托于2021年7月7日发布的《光大嘉宝2018年度第一期资产支持票据优先A档投资人回售登记结果公告》以及《光大嘉宝2018年度第一期资产支持票据优先B档投资人回售登记结果公告》显示，“18光大嘉宝ABN001优先A”和“18光大嘉宝ABN001优先B”无登记回售份额。

截至资产跟踪基准日，目标物业已经抵押给单一资金信托受托人苏州信托，且已办理应收账款质押登记。

二、票据兑付情况

跟踪期内，本票据应付利息及本金按计划正常兑付，未触发对信托财产产生重要影响的事件。

本交易票据信托于2018年10月30日成立，实际发行票据金额6.51亿元，其中“18光大嘉宝ABN001优先A”规模为3.74亿元，“18光大嘉宝ABN001优先B”规模为2.76亿元，“18

光大嘉宝ABN001次”规模为0.01亿元。跟踪期内，本交易共进行了两次兑付，分别为第四次和第五次分配，“18光大嘉宝ABN001优先A”共兑付本金140.00万元，合计兑付利息2243.22万元；“18光大嘉宝ABN001优先B”未偿还票据本金，合计兑付利息2075.67万元；“18光大嘉宝ABN001次”未兑付本金和利息。截至票

据跟踪基准日（2021年1月20日），“18光大嘉宝 ABN001 优先 A” 剩余未偿本金 37170.00 万元，“18光大嘉宝 ABN001 优先 B” 剩余未偿本金 27600.00 万元。本交易将于 2021 年 7 月

20 日进行第六次分配，截至 2021 年 7 月 9 日，信托账户余额 2248.32 万元，扣除财产权信托层面税费后，高于下一次拟兑付本息金额（2222.43 万元），能够保障优先级票据的正常兑付。

表2 本次跟踪期内资产支持票据兑付情况（单位：万元）

分配期次	兑付日	18光大嘉宝ABN001优先A		18光大嘉宝ABN001优先B		18光大嘉宝ABN001次	
		分配本金	分配利息	分配本金	分配利息	分配本金	分配利息
第4次分配	2020年7月20日	50.00	1116.23	0.00	1032.16	0.00	0.00
第5次分配	2021年1月20日	90.00	1126.99	0.00	1043.51	0.00	0.00
合计		140.00	2243.22	0.00	2075.67	0.00	0.00

资料来源：资产服务机构、受托人提供，联合资信整理

本次跟踪期内，未发生加速清偿事件、违约事件、贷款服务机构解任事件等对信托财产产生

重要影响的事项，本交易整体表现良好。

三、物业资产分析

1. 物业资产概况

由于 2021 年 4 月承租方到期后存在部分面积未续租，截至资产跟踪基准日时点，物业资产的出租率有所下降。

本交易底层资产共涉及 11 处物业，截至资产跟踪基准日（2021 年 4 月 30 日），物业资产总建筑面积与首评时一致，为 75899.96 平方米，分别位于上海市嘉定区、上海市普陀区和上海市徐汇区，业态仍包含商业、办公、工业和会所；11 处物业中，位于嘉定区的占比为 96.70%。截至资产跟踪基准日，物业资产可出租面积为 73576.64 平方米，较首评时变化不大。

根据光大嘉宝提供的台账，截至资产跟踪基准日，已出租面积为 64909.04 平方米，时点出租率为 88.22%，较上次跟踪基准日下降 8.35 个百分点，主要系承租横仓路 1655 号的上海茂金物流有限公司（以下简称“茂金物流”）于 2021 年 4 月到期只续租了 13184.48 平方米，余 8568.52 平方米未续租所致。

2. 运营环境分析

（1）区域经济

上海市

2020年，上海市经济总量、人口数量保持增长态势，经济社会发展保持良好态势，为入池物

业资产提供了良好的发展环境。

上海市地处长江入海口，是长江经济带的龙头城市，是我国金融、贸易、航运、科技创新中心。据上海市统计局统计数据，2020 年，上海市实现地区生产总值 38700.58 亿元，较上年增长 1.7%。其中第一产业增加值 103.57 亿元，较上年减少 8.20%；第二产业增加值 10289.47 亿元，较上年增长 1.30%；第三产业增加值 28307.54 亿元，较上年增长 1.8%。固定资产投资方面，上海市 2020 年全年固定资产投资较上年增长 10.30%，其中，房地产开发投资增长 11.00%。从投资性质看，国有经济投资较上年增长 3.70%，非国有经济增长 13.10%。从投资领域看，城市基础设施投资较上年下降 3.60%，工业投资增长 15.90%，房地产开发投资增长 11.10%，房地产销售面积增长 5.50%。

嘉定区

2020 年嘉定区经济在疫情冲击下承压前行，产业增加值有所下降，但商业零售保持较好的发展态势，固定资产投资快速增长，仍为基础资产提供了较好的运营环境。

上海市嘉定区统计局统计数据显示，2020 年，嘉定区实现增加值 2488.4 亿元，可比下降 3.9%。其中第二产业增加值可比下降 4.4%，第三产业增加值可比下降 3.1%，三次产业结构比

重为 0.1:59.4:40.5。2020 年，嘉定区实现社会消费品零售总额 1513.0 亿元，同比增长 2.2%。固定资产投资快速增长，2020 年，嘉定区完成固定资产投资总额 429.7 亿元，同比增长 18.3%。其中，房地产开发完成投资 225.5 亿元，同比增长 6.5%。2020 年嘉定区居民人均可支配收入达 60713 元，同比增长 4.2%。

(2) 上海市商业地产市场状况

2020年四季度，上海市甲级写字楼空置率环比略有下降，租金水平下降较多，整体市场表现较差。2021年第一季度，上海市购物中心空置率略有下降，租金水平较好，整体市场表现尚可。

零售市场方面，2021年前两个月，上海社会消费品零售总额同比上涨48.3%，其中2月单月零售总额较去年同月大幅增长91.5%。整体市场已基本摆脱疫情负面影响。上海零售物业市场在第一季度未迎来新增项目开业，外环内购物中心和百货存量维持在1380.5万平方米。2021年第一季度，全市购物中心空置率环比下降0.7个百分点至9.5%，同比上涨1.0个百分点。其中核心商圈空置率较上季度有所反弹，上升0.4个百分点至8.4%；非核心商圈空置率环比下降1.0个百分点至9.8%。尽管部分商圈入驻率情况略有波动，但仍有超过七成商圈空置情况持续转好，甚至包括七宝、曹杨等商圈在内空置率已低于疫情前。全市购物中心第一季度首层平均租金较上季度上涨0.1%至26.3元/平方米·天，为2020年第一季度疫情爆发以来首次环比上涨。其中核心商圈购物中心首层平均租金环比增长0.1%至48.4元/平方米·天；非核心商圈租金与上季度持平，维持在16.2元/平方米·天。预计首层租金将恢复低速增长，平均租金表现则取决于租户结构调整情况。

写字楼方面，2020年第四季度，上海写字楼市场多个新项目竣工交付，为市场带来了约43万平方米的新增办公面积，上海市整体空置率环比下降0.3个百分点至19.8%；平均租金环比下跌1.0%至8.34元/平方米·天，全年市场平均租金较2019年同比下跌约9.2%。第四季度市场租金虽然仍呈跌势，但环比跌幅收窄约1.6个百分点。核

心商务区平均租金环比微跌0.2%至10.83元/平方米·天。2020年第四季度，上海投资市场录得四宗写字楼整购交易，市场总投资金额超过80亿元，自用型买家成为市场主流。

3. 租赁状况分析

截至资产跟踪基准日，物业资产租户集中度仍较高，租金合同期限仍不能覆盖信托计划存续期。

根据光大嘉宝提供的台账，截至跟踪基准日，物业资产租赁合同份数为 150 份，较上次跟踪基准日增加 4 份。租户方面，以租户缴纳的 2020 年租金收入⁵为标准，第一大租户仍为茂金物流，承租面积为 13184.48 平方米，年租金收入占比为 9.31%，较去年跟踪基准日下降 2.84 个百分点，前十大租户年租金收入占比合计 42.60%，较上次跟踪基准日下降 2.51 个百分点，租户集中度仍较高。

表 3 前十大租户租金收入情况

(单位：平方米、万元、%)

租户	租赁面积	租金收入	租金收入占比
1	13184.48	392.73	9.31
2	2657.35	268.27	6.36
3	2190.47	243.42	5.77
4	3064.71	195.22	4.63
5	4878.90	142.46	3.38
6	2880.00	126.14	2.99
7	1078.28	113.53	2.69
8	976.10	106.23	2.52
9	2570.94	105.97	2.51
10	1199.89	102.91	2.44
合计	34681.12	1796.88	42.60

资料来源：光大嘉宝提供，联合资信整理

租金支付频率方面，物业资产仍然是以季度支付为主。

租赁期限方面，截至资产跟踪基准日，物业资产租赁合同期限以 2~3 年为主，收入占比为 57.20%，具体分布情况见下表。其中，截至资产跟踪基准日已出租部分的合同将于 2021 年 6 月 30 日之前到期的面积共计 8378.64 平方米，截至

⁵ 若为新签约租户，按照合同的最新年租金收入计算。

评级报告出具日，已续约的合同面积占上述面积的比例为 29.59%。

表 4 租赁合同期限分布情况
(单位: 年、平方米、万元、%)

合同期限	租赁面积	租金收入	租金收入占比
(0,1]	32.60	2.62	0.06
(1,2]	4299.86	547.88	12.99
(2,3]	40763.59	2413.21	57.20
(3,4]	2455.03	201.18	4.77
(4,5]	7191.73	601.88	14.27
(5,6]	2265.09	110.69	2.62
(7,8]	3022.24	191.73	4.54
(10,11]	4878.90	149.96	3.55
合计	64909.04	4219.15	100.00

资料来源: 光大嘉宝提供, 联合资信整理

总体看, 租金合同期限不能覆盖信托计划存续期, 存在因承租人提前退租或者停止续租, 导

表 5 物业资产实际收到现金流与预测值情况对比 (单位: 万元)

时间	租金收入			净收入			
	实现值	预测值	差异	归集值	目标值	预测值	差异
2020 年 1 月 7 日—2020 年 7 月 7 日	1923.10	2089.39	-7.96%	1592.01	1592.01	1623.96	-1.97%
2020 年 7 月 8 日—2021 年 1 月 7 日	2095.13	2103.63	-0.40%	1628.42	1628.42	1635.08	-0.41%
合计	4018.23	4193.02	-4.17%	3220.43	3220.43	3259.04	-1.18%

注: 1.表中实现值为《资产服务机构报告》中披露的实收租金; 2.差异为归集值与预测值之间的偏离
资料来源: 资产服务机构提供, 联合资信整理

根据交易文件约定, 光大嘉宝承诺按季度于物业资产运营净收入归集日⁶将归集账户的物业资产运营净收入转付至监管账户, 直至监管账户内的金额不低于当期 EBITDA 目标值 (即必备金额, 必备金额=借款人于某一还款日应偿还的贷款本金+该还款日贷款本金余额×贷款利率×T/365, 其中 T 为在该还款期间的实际天数)。根据监管账户、单一资金信托账户和财产权信托账户流水显示, 跟踪期内, 本交易按季度将物业资产产生的运营收入自归集账户划付至监管账户, 每半年按照还款计划将资金划付至单一资金信托账户, 同频率再划付至信托账户进行单一资金信托分配。从归集时间来讲, 受疫情影响, 2020

致空置率上升或者租金价格下降的情况, 从而给租金收入的实现带来一定的负面影响。

4. 现金流表现

整体来看, 物业资产现金流归集金额符合目标值, 但受疫情影响, 2020 年第一个归集期存在滞后归集的情况。

2020 年 1 月 4 日—2021 年 1 月 4 日, 物业资产租金收入 4018.23 万元, 归集净收入 3220.43 万元, 达到了对应的 EBITDA 目标值, 将首评预测值按照归集期间进行平均拆分调整后, 物业资产在 2020 年 1 月 7 日—2020 年 7 月 7 日和 2020 年 7 月 8 日—2021 年 1 月 7 日归集的净收入较预测值分别下降 1.97% 和下降 0.41%, 与目标值差异不大。

年第一个归集日存在滞后归集运营收入的情况; 其他各个归集日符合交易文件约定。

截至票据跟踪基准日, 信托账户共获得 2 次分配, 金额共计 3065.29 万元; 同时, 优先收购权人光大嘉宝根据交易安排按时向信托账户支付了 2 次权利维持费, 合计 1435.26 万元。此外, 光大嘉宝作为资产服务机构于 2021 年将共计 1628.42 万元的资金归集至监管账户, 同时于 2021 年 7 月 6 日向单一资金信托账户进行转付, 并于 2021 年 7 月 7 日向信托账户分配 1552.52 万元, 优先收购权人于 2021 年 7 月 9 日向信托账户支付权利维持费 692.11 万元。

表 6 截至票据跟踪基准日物业资产现金流流转情况 (单位: 万元)

运营净收入归集日	归集金额	还款日	还款金额	单一资金信托分配日	分配金额	权利维持费支付日	支付金额
2020/5/28	796.01	--	--	--	--	--	--

⁶ 具体为: 未发生贷款提前到期事件的情形下, 为每个自然季度首月 20 日

前第 11 个工作日, 或每个自然季度首月第 1 个工作日 (以两者孰晚为准)。

2020/7/2	796.01	2020/7/6	1592.01	2020/7/7	1515.84	2020/7/7	704.69
2020/10	814.21	--	--	--	--	--	--
2021/1/4	814.21	2021/1/6	1628.42	2021/1/7	1549.45	2020/1/8	730.57
合计	3220.44	--	3220.43	--	3065.29		1435.26

资料来源：受托人提供，联合资信整理

四、定量分析

联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR）和优先级资产支持证券相对抵押物评估价值的比率（LTV）两个指标来量化评估抵押予本交易的基于标的物业形成的资产对“18光大嘉宝ABN001优先A”及“18光大嘉宝ABN001优先B”的保障程度。

测试结果表明，除最后一期外，物业资产预测运营净收入对“18光大嘉宝ABN001优先A”期间本息支出的保障程度较好，但无法足额覆盖“18光大嘉宝ABN001优先B”期间利息支出。抵押物价值对“18光大嘉宝ABN001优先A”的保障程度仍较好，对“18光大嘉宝ABN001优先B”的保障程度尚可。考虑到光大嘉宝系信

托贷款借款人以及以权利维持费的方式对优先级票据提供的增信措施，对优先级票据本息的兑付起到重要的信用支持作用。

1. 偿债覆盖倍数

（1）一般情景下DSCR测算

联合资信通过使用偿债覆盖倍数（偿债覆盖倍数=当期净现金流/当期的中介机构费用、利息和本金的偿付额，即DSCR）和按揭比率（按揭比率=贷款金额/标的物业评估价值，即LTV）两个指标来定量评估本交易的信用风险。跟踪期内，物业资产现金流归集情况与预测值基本相符，一般情境下仍采用原预测值计算覆盖比率。

表7 一般情景下各档优先级票据DSCR水平（单位：万元、倍）

兑付日	物业资产预测净现金流	“18光大嘉宝ABN001优先A”5.85%、“18光大嘉宝ABN001优先B”7.20%					
		“18光大嘉宝ABN001优先A”本息DSCR	优先级票据本息DSCR	兑付日	回收款	“18光大嘉宝ABN001优先A”本息DSCR	优先级票据本息DSCR
第6个	1552.52	1.22	0.65	第22个	2335.51	1.48	0.89
第7个	1690.76	1.31	0.72	第23个	2335.51	1.43	0.87
第8个	1820.97	1.42	0.78	第24个	2398.61	1.48	0.90
第9个	1820.97	1.32	0.75	第25个	2398.61	1.43	0.88
第10个	1876.60	1.37	0.77	第26个	2411.20	1.45	0.90
第11个	1876.60	1.33	0.76	第27个	2411.20	1.44	0.89
第12个	1923.16	1.38	0.79	第28个	2594.37	1.58	0.97
第13个	1923.16	1.35	0.78	第29个	2594.37	1.48	0.93
第14个	2020.17	1.43	0.82	第30个	2635.40	1.52	0.95
第15个	2020.17	1.37	0.80	第31个	2635.40	1.49	0.94
第16个	2109.45	1.45	0.84	第32个	2764.61	1.59	1.00
第17个	2109.45	1.38	0.82	第33个	2764.61	1.50	0.96
第18个	2159.00	1.42	0.84	第34个	2859.20	1.58	1.01
第19个	2159.00	1.39	0.83	第35个	2859.20	1.52	0.98
第20个	2256.57	1.47	0.88	第36个	2941.67	0.14	0.06
第21个	2256.57	1.42	0.86	--	--	--	--

注：1.每个兑付日物业资产预测净现金流=当年物业资产运营净收入预测值/2，下同；2.第6个兑付日的物业资产预测净现金流使用的是实际归集的净收入，优先级本息兑付金额使用的是拟兑付的实际金额，税费为预估；3.第6个兑付日的票面利率仍采用原票面利率，即6.00%和7.50%，下同

测试结果表明,在一般情景下,除最后一期,“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”本息各期 DSCR 均在 1.22 倍及以上,表明除最后一期外,物业资产预测运营净收入对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”期间本息支出的保障程度较好;优先级票据本息 DSCR 在大部分兑付日低于 1.00 倍,因此,“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”期间利息的支付以及本金的兑付主要依赖于优先收购权人光大嘉宝支付的权利维持费和抵押物的变现

价值。考虑到光大嘉宝的资信水平很高,对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的利息支出和本金兑付保障程度很强。

(2) 压力情景下的 DSCR 测算

考虑到物业资产实现的租金收入以及净现金流与预测值的差异不超过 10%,联合资信维持原压力测试条件,测算了当未来预测净现金流下降 10%时对优先级票据本息的 DSCR 水平。

表 8 压力情景下优先级票据本息 DSCR 水平 (单位:万元、倍)

兑付日	压力后物业资产预测净现金流	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 5.85%、“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B” 7.20%					
		“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”本息 DSCR	优先级票据本息 DSCR	兑付日	回收款	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”本息 DSCR	优先级票据本息 DSCR
第 6 个	1552.52	1.22	0.65	第 22 个	2101.96	1.33	0.80
第 7 个	1521.68	1.17	0.65	第 23 个	2101.96	1.28	0.78
第 8 个	1638.87	1.27	0.70	第 24 个	2158.75	1.33	0.81
第 9 个	1638.87	1.18	0.67	第 25 个	2158.75	1.28	0.79
第 10 个	1688.94	1.22	0.69	第 26 个	2170.08	1.30	0.80
第 11 个	1688.94	1.19	0.68	第 27 个	2170.08	1.29	0.80
第 12 个	1730.84	1.23	0.70	第 28 个	2334.93	1.41	0.87
第 13 个	1730.84	1.21	0.70	第 29 个	2334.93	1.32	0.83
第 14 个	1818.15	1.28	0.74	第 30 个	2371.86	1.36	0.86
第 15 个	1818.15	1.23	0.72	第 31 个	2371.86	1.33	0.84
第 16 个	1898.51	1.29	0.75	第 32 个	2488.15	1.42	0.89
第 17 个	1898.51	1.23	0.73	第 33 个	2488.15	1.34	0.86
第 18 个	1943.10	1.27	0.76	第 34 个	2573.28	1.42	0.90
第 19 个	1943.10	1.25	0.75	第 35 个	2573.28	1.37	0.88
第 20 个	2030.91	1.32	0.78	第 36 个	2647.51	0.12	0.05
第 21 个	2030.91	1.27	0.77	--	--	--	--

注:第 6 个兑付日由于已经实际归集完毕,仍采用归集的实际值,未加压

测试结果表明,在未来物业资产预测净现金流下降 10%情景下,除最后一期,“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”本息各期 DSCR 均在 1.17 倍及以上,测试结果表明在压力情景下,除最后一期外,物业资产运营净收入对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”期间本息支出的保障程度尚可。

2. 抵押物价值评估分析

(1) 抵押物评估价值

截至跟踪评级报告日,仲量联行(北京)土

地房地产评估顾问有限公司未出具抵押物评估价值跟踪报告,联合资信仍以首评抵押物价值为 125104 万元为准,“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”剩余本金对抵押物评估价值的比率为 29.71%,优先级票据剩余本金相对抵押物评估价值的比率为 51.77%,抵押担保措施对优先级票据偿付的保障程度较上次跟踪变化不大。

(2) 抵押物价值压力测试

考虑到物业处置时,需缴纳增值税及相关附加税费、土地增值税及中介费用或拍卖费用⁷,在

⁷ 请报告使用者注意,因标的物业大部分自建于 2000 年以前,建成时间距评

估基准日较久远,根据《财政部国家税务总局关于土地增值税若干问题的通

不同下跌比例情形下，抵押物处置现金流对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”剩余本金覆盖水平如下表所示。

表9 抵押物处置现金流对优先级票据剩余本金覆盖倍数（单位：倍）

下跌比例	10%	20%	30%	41%	66%
对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”剩余本金覆盖倍数	2.69	2.39	2.09	1.76	1.02
对优先级票据剩余本金覆盖倍数	1.54	1.37	1.20	1.01	0.58

资料来源：联合资信整理

联合资信经过测算，即使未来物业资产处置价格的价值下跌 66.00%，扣除土地增值税等相关税费后的处置现金流仍可覆盖“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”剩余本金规模；即使未来物业

资产处置价格的价值下跌 41.00%，扣除土地增值税等相关税费后的处置现金流仍可覆盖优先级票据“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”剩余本金规模。

五、借款人/优先收购权人/流动性支持机构主体信用分析（具体分析详见附件 1-1）

本专项计划的借款人/优先收购权人/流动性支持机构光大嘉宝主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。跟踪期内，光大嘉宝作为借款人以及提供的权利维持费等增信措施对优先级票据仍具有重要的信用支持作用。

1. 光大嘉宝主体信用评价

光大嘉宝主要从事不动产资产管理、不动产投资和房地产开发业务。截至 2021 年 3 月底，光大嘉宝注册资本 149968.54 万元，上海光控股权投资管理有限公司（以下简称“光控投资”）及其一致行动人共持有光大嘉宝 29.17% 的股份，光大嘉宝实际控制人为中国光大集团股份公司（以下简称“光大集团”），最终控制人为中央汇金投资有限责任公司（以下简称“中央汇金”）。

截至 2021 年 3 月底，光大嘉宝前十大股东未将持有的光大嘉宝股权进行质押。2020 年，光大嘉宝经营范围较上年无变化。

截至 2020 年底，光大嘉宝合并资产总额 338.77 亿元，所有者权益 99.45 亿元（含少数股东权益 32.62 亿元）；2020 年，光大嘉宝实现营业收入 39.37 亿元，利润总额 6.48 亿元。

截至 2021 年 3 月底，光大嘉宝合并资产总额 352.80 亿元，所有者权益 98.07 亿元（含少数股东权益 30.89 亿元）；2021 年 1—3 月，光大嘉宝实现营业收入 5.49 亿元，利润总额 0.04 亿元。

光大嘉宝注册地址：上海市嘉定区清河路 55 号 6—7F；法定代表人：张明翱。

跟踪期内，光大嘉宝作为光大集团旗下的上市公司，仍定位为不动产投资和资产管理平台，光大嘉宝在不动产资管细分领域仍具备很强的竞争优势。光大嘉宝不动产资管业务在管项目区域布局较好，债务结构较为合理。同时，联合资信也关注到光大嘉宝 2020 年不动产资管业务收入下降，商誉存在减值风险、持股比例较高的并表不动产资管项目或将加大光大嘉宝投资风险、项目退出造成财务指标波动，持有的未开发土地储备规模小、房地产业务未来的持续性存在较大的不确定性等因素对其信用水平带来的不利影响。

光大嘉宝作为光大集团下属唯一的不动产资产管理平台，未来有望继续获得股东较大支持。随着光大嘉宝不动产资管规模的持续扩大及对该业务资源的不断投入，光大嘉宝盈利结构有望

知》：“对于转让旧房及建筑物，既没有评估价格，又不能提供购房发票的，地方税务机关可以根据《中华人民共和国税收征收管理法》第 35 条的规定，实行核定征收。核定征收率原则上不低于 5%”。故在抵押物压力测试中涉及到

土地增值额的计算采用 5% 的征收率，按照核定征收的办法计算。其他涉及的税费主要有增值税 5%（按简易征收），城市建设税 5%，教育附加费 3%，地方教育附加 2%，印花税 0.05%，拍卖费用 1%。

持续优化，经营状况有望保持良好。

优势

(1) 光大嘉宝在不动产资管领域仍具备很强的竞争优势。光大嘉宝不动产资管业务核心团队行业经验丰富，继续保持行业领先地位，竞争力很强。

(2) 股东实力雄厚，对光大嘉宝支持力度大。光大嘉宝作为光大集团下属唯一的不动产资管平台，股东实力雄厚，未来仍有望继续获得股东的有力支持。

(3) 不动产资管业务项目布局较好。2020年，光大嘉宝不动产资管业务保持较大的在管项目规模，项目区域布局较好，具有良好的发展前景。

(4) 债务结构合理，在建项目资本支出压力不大。2020年光大嘉宝债务以长期债务为主，债务结构合理；在建房地产业务尚需投资规模一般，资本支出压力不大。

关注

(1) 房地产行业政策波动，不动产资管行业承压。2020年，随着房地产行业各种调控政策的出台，尤其是对地产行业融资的进一步收紧，叠加金融行业的强监管，导致作为衍生行业的不动产基金遭遇了行业性的整体下滑和萎缩，同时大量风险开始暴露，光大嘉宝短期面临较为不利的市场环境。

(2) 房地产业务持续性存在较大不确定性，地产开发业务退出后将光大嘉宝财务数据造成较大影响。2020年，光大嘉宝房地产业务没有

获取新的项目，土地储备规模小，地产业务的持续性存在较大不确定性，地产开发业务退出后将光大嘉宝财务数据造成较大影响。

(3) 光大嘉宝对并表的不动产资管项目持股比例较高，加大了光大嘉宝投资风险，项目退出会造成光大嘉宝财务指标波动。光大嘉宝纳入合并范围的不动产资管项目持股比例较高，加大了光大嘉宝投资风险。待项目运作成熟后，并表投资项目退出将造成光大嘉宝财务指标波动。

(4) 2020年光大嘉宝不动产资管业务收入下降，商誉存在减值风险。2020年光大嘉宝不动产资管业务收入同比下降27.35%；截至2020年底，光大嘉宝商誉规模较大，若光大安石(北京)房地产投资顾问有限公司未来业绩不达预期，商誉存在减值风险。

2. 偿债能力分析

本专项计划的借款人和优先收购权人为光大嘉宝。跟踪期内，光大嘉宝提供的增信措施对优先级票据仍具有重要信用支持作用。

以2020年底财务数据为基础，光大嘉宝净资产(99.45亿元)、EBITDA(14.85亿元)和经营性现金流入(47.06亿)对“18光大嘉宝ABN001优先A”未偿本金(3.717亿元)的覆盖倍数分别为26.76倍、4.00倍和12.66倍，“18光大嘉宝ABN001优先A”和“18光大嘉宝ABN001优先B”未偿本金(6.477亿元)的覆盖倍数分别为15.35倍、2.29倍和7.27倍。考虑到光大嘉宝运营情况良好，对本交易优先级票据的兑付仍具有重要的信用支持作用。

六、参与机构情况

1. 受托人/受托机构

跟踪期内，苏州信托履约及尽职能力稳定，未发生受托人变更；2020年底苏州信托被监管处罚。

本交易受托人为苏州信托，截至2020年底，苏州信托注册资本和实收资本均为12.00亿元；苏州国际发展集团有限公司持有苏州信托注册资本的70.01%，仍为其第一大股东，实际控制

人仍为苏州市国有资产监督管理委员会。

截至2020年底，苏州信托总资产为61.36亿元，较去年底增长8.48%；总负债为5.63亿元，较去年底下降3.19%；净资产为55.73亿元。2020年，苏州信托实现营业总收入10.54亿元，同比增长28.75%，利润总额6.83亿元，同比增长8.25%。

2020年12月，苏州信托因信贷资产转让严重违反审慎经营原则被中国银保监会苏州监管分局进行处罚，罚款人民币30万元，联合资信认为上述事件对苏州信托履约及尽职能力影响不大，但联合资信仍将对此事件持续关注。

2. 监管银行/资金保管机构

跟踪期内，监管银行/资金保管机构履约和尽职能力稳定，未触发相关机构解任事件。

本交易监管银行/资金保管机构为招商银行股份有限公司天津分行。截至2020年底，招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）注册资本252.20亿元，实际控制人为招商局集团

有限公司。2020年，招商银行实现营业收入2904.82亿元，同比增长7.70%；实现归属于母公司股东的净利润973.42亿元，同比增长4.82%。托管业务方面，截至2020年底，招商银行托管资产余额16.05万亿元，较上年末增长21.32%，保持国内托管行业第二、增量行业第一（银行业协会统计数据）；全年实现托管费收入42.15亿元，同比增长16.92%，收入规模居国内托管行业第四（银行业协会统计数据）。截至2021年1—3月，招商银行实现营业收入847.51亿元，同比增长10.64%；实现归属于母公司股东的净利润320.15亿元，同比增长15.18%。

七、结论

联合资信对“光大嘉宝2018年度第一期资产支持票据”所涉及的发起机构、借款人/流动性支持机构信用水平、基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定维持“光大嘉宝2018年度第一期资产支持票据”项下“18光大嘉宝ABN001优先A”信用等级

为AAA_{sf}，“18光大嘉宝ABN001优先B”信用等级为AA⁺_{sf}，上述评级结果反映了“18光大嘉宝ABN001优先A”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低，“18光大嘉宝ABN001优先B”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

附件 1-1 借款人/优先收购权人/流动性支持机构光大嘉宝主体信用分析

一、企业基本情况

光大嘉宝前身是上海嘉宝照明电器公司，1992 年 4 月，光大嘉宝改制并更名为上海嘉宝实业股份有限公司。1992 年 5 月，光大嘉宝在中国境内公开发行股票(股票代码:600622.SH, 股票简称:嘉宝实业), 并在上海证券交易所上市。1994 年 8 月, 光大嘉宝更名为“上海嘉宝实业(集团)股份有限公司”; 2003 年 4 月光大嘉宝股票简称变更为“嘉宝集团”。后历经多次送红股、转股、配股及增资等, 截至 2016 年底, 光大嘉宝注册资本为 6.83 亿元, 实际控制人为上海市嘉定区国有资产监督管理委员会。

2016 年 1 月, 光大嘉宝通过向中国光大控股有限公司(以下简称“光大控股”)下属企业定增方式引入光大控股为光大嘉宝的战略股东。此后, 光大控股对光大嘉宝多次增持, 截至 2017 年 4 月 22 日, 光大控股通过间接控制的下属企业上海光控股股权投资管理有限公司(以下简称“光控投资”)及其一致行动人北京光控安宇投资中心(有限合伙)、上海安霞投资中心(有限合伙)合并持有光大嘉宝 24.27% 的股份, 为光大嘉宝第一大持股主体, 光大嘉宝实际控制人变更为光大集团, 最终控制人为中央汇金。2017 年 10 月, 光大嘉宝变更为现名; 2017 年 11 月, 股票简称变更为“光大嘉宝”。经过多次资本公积转增股本, 截至 2021 年 3 月底, 光大嘉宝注册资本 149968.54 万元, 光控投资及其一致行动人共持有公司 29.17% 的股份, 光大嘉宝实际控制人为光大集团, 最终控制人为中央汇金。

截至 2021 年 3 月底, 光大嘉宝前十大股东未将持有的光大嘉宝股权进行质押。

2020 年, 光大嘉宝经营范围较上年无变化。

截至 2021 年 3 月底, 光大嘉宝组织结构无变化。截至 2020 年底, 纳入合并范围的子公司共 53 家, 光大嘉宝共有员工 925 人。

截至 2020 年底, 光大嘉宝合并资产总额 338.77 亿元, 所有者权益 99.45 亿元(含少数股东权益 32.62 亿元); 2020 年, 光大嘉宝实现营业收入 39.37 亿元, 利润总额 6.48 亿元。

截至 2021 年 3 月底, 光大嘉宝合并资产总额 352.80 亿元, 所有者权益 98.07 亿元(含少数股东权益 30.89 亿元); 2021 年 1—3 月, 光大嘉宝实现营业收入 5.49 亿元, 利润总额 0.04 亿元。

光大嘉宝注册地址: 上海市嘉定区清河路 55 号 6—7F; 法定代表人: 张明翱。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年, 新冠肺炎疫情全球大流行, 对各国经济和贸易造成严重冲击, 全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情影响, 以“六稳”“六保”为中心, 全力保证经济运行在合理区间。在此背景下, 2020 年我国经济逐季复苏, GDP 全年累计增长 2.30%⁸, 成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家, GDP 首次突破百万亿大关, 投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度, 我国经济运行持续恢复, 宏观政策整体保持了连贯性, 稳健的货币政策灵活精准、合理适度, 把服务实体经济放到更加突出的位置; 积极的财政政策提质增效, 推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度, 我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元, 实际同比增长 18.30%, 两年平均增长 5.00%⁹, 低于往年同期水平, 主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看, 三大产业中第二产业恢复最快, 第三产业仍有较大恢复空间。具体看, 第二产业增加值两年平均增长 6.05%, 已经接近疫

⁸ 文中 GDP 增长均为实际增速, 下同。

⁹ 为剔除基数效应影响, 方便对经济实际运行情况进行分析判断, 文中使用的

的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率, 下同。

情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微

低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 1 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比

增长 9.40%，较上年末增速(10.10%)有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速(8.60%)也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经

济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

三、行业分析

1. 房地产基金行业

2020 年，不动产基金遭遇了行业性的整体下滑和萎缩，行业开始出现资源集中，同时大量风险开始暴露，行业的成熟度接受考验。

截至 2020 年底，中国证券投资基金业协会已登记私募基金管理人 24561 家，较年初小幅增长 0.37%；已备案私募基金 96852 只，较年初增长 18.49%，涨幅有所扩大；管理基金规模 15.97 万亿元，较年初增长 16.23%。其中私募股权、创业投资类基金管理人 14986 家，管理私募股权投资基

金39802只，管理基金规模11.06万亿元。根据中国证券投资基金业协会数据统计，2020年，全年共新增266支已备案地产基金，承诺募集总规模超2000亿元人民币左右，地产基金在2017年首次出现募集规模和基金数量的下降，2018年大幅萎缩，2019年延续这一趋势，新增基金的数量和规模均有较大幅度下降，2020年新增基金的数量同比小幅下降。从2020年新增不动产基金的类型来看，城镇化和基础设施基金数量最多，占比约为44.4%，其次为住宅和商业，占比分别约为30.22%和22.01%，资产证券化类基金数量占比为3.36%，并未新增土地开发类基金。根据珩昱投资数据统计，截至2020年底，人民币地产基金市场已有3018支基金实体，由770家管理人发行管理，管理资金规模接近2万亿人民币，保持了一定规模的增长。总体看，2020年不动产基金行业呈现出的特点是：私募基金行业整体表现相较2019年有所改善，保持了一定的规模和活力；在不动产基金行业内部，产品结构更趋合理，城市更新、商业地产、产业地产等价值导向的基金产品比例提升；与股权投资行业一样，不动产基金行业开始出现资源集中，同时大量风险开始暴露，行业的成熟度接受考验。

政策层面，2020年4月30日，中国证监会、国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，并出台配套指引，标志着不动产投资信托基金公募试点政策正式落地。

整体看，2020年地产行业和金融行业整体在政策和市场层面进一步承压，导致作为衍生行业

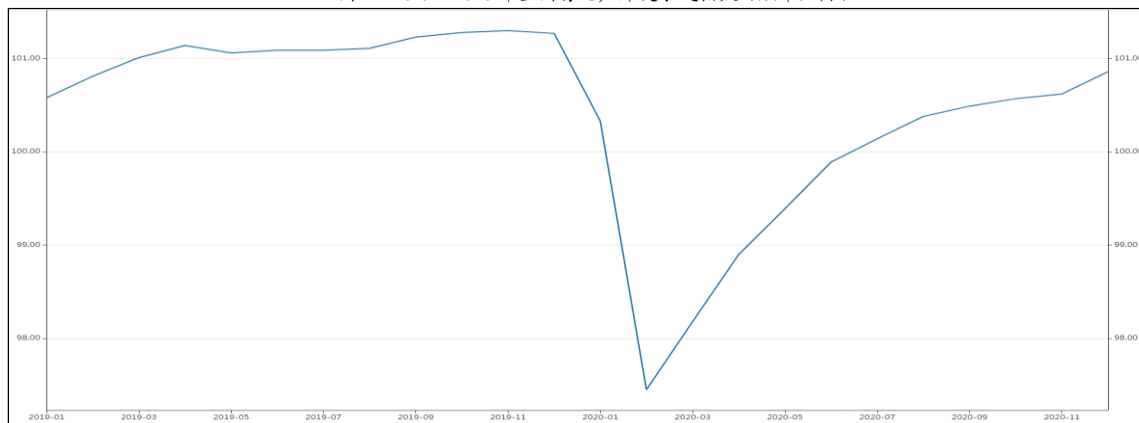
的不动产基金遭遇了行业性的整体下滑和萎缩。

2. 房地产行业概况

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图1 2019-2020年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020年，全国房地产开发投资完成额14.14万亿元，累计同比增长7.00%，增速较2019年下降2.90个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额10.44万亿元，累计同比增长7.6%，增速相较于2019年下降13.90个百分点；办公楼完成投资额0.65万亿元，累计同比增长5.4%，增速相较于2019年提升2.60个百分点；商业营业用房完成投资额1.31万亿元，累计同比下降1.1%，相较于2019年降幅收窄5.6个百分点。

施工方面，2020年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020年房屋新开工面积22.44亿平方米，同比下降1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020年全国房屋施工面积达92.68亿平方米，同比增长3.70%，增速相较2019年下降5.00个百分点；同期全国房屋竣工面积9.12亿平方米，同比下降4.90%。

从销售情况来看，2020年，商品房销售面积17.61亿平方米，同比增长2.60%。其中，住宅销售面积15.49亿平方米（占87.96%），同比增长3.20%，增速较2019年增长1.70个百分点。2020年，商品房销售金额为17.36万亿元，同比增长8.60%，增速较2019年增长2.20个百分点。其中，住宅销售金额15.46万亿元，同比增长10.80%，增速较2019年增长0.50个百分点。

（1）土地市场与信贷环境

2020年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4月起明显回升，房企到位资金增速较2019年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020年，房地产开发企业土地购置面积2.55亿平方米，同比下降1.10%；土地成交价款17268.83亿元，累计同比增长17.40%，基本恢复至2018年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020年1—3月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款977.49亿元，同比下降18.10%；4月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020年，房地产开发到位资金合计19.31万亿元，同比增长7.60%，增速相较2019年增长0.52个百分点。其中，国内贷款合计2.67万亿元，同比增长5.74%，国内贷款增速较2019年增长0.63个百分点；自筹资金合计6.34万亿元，同比增长8.97%，增速较2019年增长4.77个百分点；其他资金合计10.29万亿元，同比增长8.23%，增速较2019年回落2.26个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

(2) 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从2019年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9月全面降准+LPR降息，11月MLF降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019年11月16日，央行

发布《2019年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020年以来，“房住不炒”多次被强调，2020年2月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表4。

表3 2020年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在

高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020年以来房地产融资相关政策具体内容见表5。

表4 2020年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年2月	央行	2020年金融市场工作电视会议要求，2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年5月	央行	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年6月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020年12月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自2021年1月1日起实施

资料来源：联合资信整理

四、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，光大嘉宝产权状况未发生变化。光大嘉宝实际控制人为光大集团，最终控制人为中央汇金。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司（以下简称“光大安石”）在管项目规模较大，项目分布城市较好。

截至2021年3月底，光大嘉宝不动产资管业务的主要运营主体光大安石在国内多个二三线城市的核心地段，以及多个一线和强二线城市的副中心区域，包括上海、北京、重庆、西安、青岛、顺德、江门等城市，管理及在建大融城、大融汇体系项目共19个，建筑面积逾200万平米。截至2021年3月底，光大安石在管项目40个，在管资产规模471.88亿元。

3. 股东实力

光大嘉宝股东实力雄厚，对光大嘉宝支持力度大。

光大控股为光大集团从事跨境投资及资产管理的香港上市平台。截至2020年底，光大控股资产管理规模达到约港币1828亿元，在管基金数量达78只。2020年，光大控股在PEI300的世界私募股权机构百强评选中位列第84位，较2019年上升11位，在中国机构中排名靠前。

光大嘉宝作为光大集团旗下唯一的不动产资产管理平台，股东光大控股对光大嘉宝的支持力度大，包括但不限于在光大安石收购境内外项目的前期阶段为其提供流动性支持用于锁定项目、直接认购光大安石发起基金的份额等。

4. 企业信用记录

根据光大嘉宝提供的中国人民银行企业征信报告（统一社会信用代码：913100001336360028），截至2021年5月13日，光大嘉宝本部无未结清不良和关注类信贷信息记录，已结清信贷信息记录中存在23笔关注类贷款，主要系早期形成的关注贷款，均正常收回。

五、管理分析

跟踪期内，光大嘉宝根据需要修改了公司章程以及部分管理制度，主要管理制度连续；更换了董事长、董事及独立董事和监事。

跟踪期内，光大嘉宝相继修改了《公司章程》《跟投管理制度》《公司董事会执行委员会议事规则》《会计核算办法》和《内部控制管理制度》等制度，并制定了《关于上交礼品的管理办法（试行）》，主要管理制度无重大变化。

2020年5月，光大嘉宝召开了2019年年度股东大会，光大嘉宝进行换届选举，审议通过了《关于公司董事会进行换届选举的议案》和《关于公司监事会进行换届选举的议案》，选举岳彩轩为董事，赵威任期届满不再担任董事；独立董事唐耀任期届满，选举汪六七为独立董事，其余董事、独立董事和监事无变化。同月，光大嘉宝召开第十届董事会第一次（临时）会议，选举张明翱先生为光大嘉宝第十届董事会董事长；光大嘉宝召开职工大会，会议选举耿江担任职工监事，陈静不再担任职工监事。

2021年3月19日，光大嘉宝召开2021年第一次临时股东大会，审议通过了《关于调整公司监事会成员的议案》，即同意杨莉萍女士辞去监事职务，选举陈蕴珠女士为监事。同日，光大嘉宝召开第十届监事会第六次（临时）会议，审议通过了《关于选举陈蕴珠女士为公司监事会主席的议案》。

岳彩轩，男，现任光大嘉宝董事；中国光大控股有限公司战略与协同发展部股权管理董事总经理；曾任深圳市前海蛇口自贸投资有限公司运营总监；广州农商银行番禺支行副行长；广州农村商业银行总行基建办副总经理；广州农村商业银行珠江新城支行行长；广州农村商业银行华夏支行（总行营业部）副行长等职。

耿江，男，现任职工代表监事、党委委员、工会主席、党群工作部主任等职；曾任光大嘉宝人力资源部经理，上海嘉宝物业服务有限公司总经理、董事长，上海嘉宏房地产有限责任公司配套部经理、副总经理、党支部副书记、党支部书记

记等职。

陈蕴珠，女，现任监事会主席；嘉定区科委一级调研员；曾任嘉定区科委科协党组书记、区科委主任、区信息委主任、区科协主席；嘉定区委统战部副部长，区工商联党组书记、副主席；嘉定区民政局党委副书记、纪委书记、副局长，区社团局局长；嘉定区民政局副局长；嘉定区教育局副局长；嘉定区曹王镇副镇长等职。

六、经营分析

1. 经营概况

2020年，受房地产业务结转规模和不动产资管业务收入下降影响，光大嘉宝营业收入有所下降；光大嘉宝综合毛利率受房地产开发业务毛利率提升影响而有所上升。2021年1—3月，受房地产结转规模下降影响，光大嘉宝收入和利润总额均下滑明显。

跟踪期内，光大嘉宝仍主要从事不动产资产管理、不动产投资和房地产开发业务。

2020年，光大嘉宝实现营业收入39.37亿元，同比下降18.32%，净利润3.79亿元，同比下降

13.67%，主要系房地产开发业务结转收入减少所致。

2020年，光大嘉宝主营业务收入占比为99.11%，主业依然突出。从收入构成来看，2020年，光大嘉宝收入来源主要是房地产开发和不动产资管业务。具体看，2020年，光大嘉宝房地产开发收入同比下降16.55%，主要系结转面积下降所致，结转收入主要来自昆山梦之悦、梦之月和梦之星项目；不动产资管收入同比下降27.35%，主要系超额管理费收入下降所致（同比下降60.36%），收入占比有所下降。光大嘉宝其他业务收入规模较小，对光大嘉宝影响不大。

从毛利率来看，光大嘉宝房地产开发业务毛利率上升9.54个百分点，主要系结转的高毛利项目梦之月占比较大所致，光大嘉宝房地产开发业务毛利率处于行业较高水平。不动产资管业务毛利率有所下降，光大嘉宝其他业务收入占比低，毛利率变动对光大嘉宝的影响有限。综上，光大嘉宝主营业务毛利率同比上升4.53个百分点。具体情况如表5所示。

表5 2018-2020年光大嘉宝主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	39.94	85.67	51.44	38.18	80.17	32.96	31.86	81.65	42.50
不动产资管	6.56	14.07	91.11	8.99	18.87	91.28	6.53	16.73	80.20
其他	0.12	0.27	-238.66	0.46	0.97	15.42	0.63	1.62	12.87
合计	46.62	100.00	56.25	47.62	100.00	43.79	39.02	100.00	48.32

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：光大嘉宝提供

2021年1—3月，光大嘉宝实现营业收入5.49亿元，同比下降33.24%，主要系房地产开发业务结转规模下降所致；利润总额0.04亿元，同比下降97.40%。

2. 不动产资管业务

2020年，光大安石作为国内领先的不动产资管平台，仍具有较强的竞争力；光大嘉宝不动产资管业务投资项目城市布局较好，但2020年不动产资管业务收入有所下降，光大嘉宝并表不动产资管项目持股比例较高，有助于提升

光大嘉宝盈利能力，但同时加大了光大嘉宝投资风险，项目退出也会造成财务指标较大波动。

光大嘉宝不动产资管业务以光大安石为主要运营主体，光大安石（北京）资产管理有限光大嘉宝（以下简称“安石资管”）主要提供投资项目的投后管理。

跟踪期内，光大嘉宝不动产资管业务的盈利模式和风控管理等方面无重大变化。

2020年，光大嘉宝新增投资项目大幅下降，主要系疫情影响了项目尽调所致，新增项目投资

额同比下降 25.90%；退出项目数量有所增加，退出项目投资金额同比下降 27.85%。2020 年，退出项目投资金额 98.29 亿元，同比下降 27.85%，光大嘉宝在管项目规模同比变化不大；从业态来看，截至 2020 年底，光大嘉宝在管项目以综合体（占 36.06%）、商业（占 34.49%）、工业地产（占 7.68%）和写字楼（占 5.56%）为主。

表6 2018年以来光大安石业务情况（单位：个、亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
新增投资项目	13	13	3	0
新增项目投资金额合计	78.04	133.43	98.87	4.00
退出项目个数	10	5	7	1
退出项目投资金额合计	98.96	136.23	98.29	1.00
期末持有投资项目个数	37	45	41	40
期末持有投资项目金额合计	471.10	468.30	468.88	471.88

资料来源：光大嘉宝提供

2020 年，受疫情影响，光大嘉宝在管的商业受到较大冲击，商业投资也受到影响，对光大嘉

宝的基金份额处置有一定冲击，光大嘉宝对参与的基金新增实际投资 5.85 亿元，同比下降 81.15%，处置基金份额（含未实缴部分）8.52 亿元，同比下降 55.16%。光大嘉宝对在管项目的投资余额为 47.70 亿元，同比下降 5.30%；光大嘉宝所投资的项目主要位于上海、重庆和北京等人口和经济基础较好的城市，光大嘉宝在参与项目管理的同时也通过对项目的投资获得相应的投资收益，有助于加强光大嘉宝的不动产资管业务的盈利能力，但同时也会带来相应的投资风险。

2020 年，光大嘉宝不动产资产管理业务营业收入共计 7.17 亿元（含对并表基金收取的管理费），同比下降 23.23%，主要系超额管理费下降所致，其中管理及咨询服务费收入 4.64 亿元（2019 年为 5.02 亿元），超额管理费收入 1.35 亿元（2019 年为 3.41 亿元），主要系光大嘉宝超额管理费主要来自光大安石作为普通合伙人收取的超过门槛收益的超额收益，2020 年超额管理费主要来自西安大融城项目所致。

表7 光大嘉宝不动产资管业务参与的主要基金情况（单位：%、万元）

投资项目	光大嘉宝认缴比例	认缴份额	2020年新增投资金额	2020年处置份额	截至2020年底累计投入金额	截至2020年底光大嘉宝投资余额
重庆观音桥大融城项目	50.00	23500	--	--	105500	2267
上海明悦项目	28.26	28575	--	--	40488	27423
上海静安大融城项目（原名为上海沪太路项目）	50.00	45000	--	2492	45000	21508
上海光大安石中心项目	42.00	42000	--	--	46600	46600
西安大融城项目（原名为西安正尚项目）	29.16	17500	--	12205	65076	2957
广东江门项目	20.33	15833	--	--	26400	10833
重庆朝天门项目	30.55	55000	5000	--	23000	23000
北京上东今旅项目	29.28	41000	--	--	76000	46000
广东红树林麻涌项目	28.53	10000	--	637	6150	4410
重庆北碚项目	28.78	9300	4000	--	6300	6300
光大安石虹桥中心项目	60.47	174880	35000	--	123300	123300
上海杨浦电厂项目	49.99	24850	--	--	22000	22000
新光大中心项目	37.43	79931	10000	--	75453	75453
新光大中心项目	5.72	53800	--	--	53800	53800
重庆远成项目	11.36	10000	--	--	1800	1800
中关村项目	2.28	8454	--	--	8454	8454
江桥项目	46.49	17200	--	--	900	900
徐州大黄山项目	--	--	4500	4500	4500	--

上海越虹广场项目	--	--	--	65400	77500	--
合计	--	656823	58500	85234	808221	477005

注：1.2020 年新增投资额为光大嘉宝的实缴出资或实际受让金额，2020 年处置份额包括了实缴和未实缴份额的处置；2.如遇协议在报告期内多次签署的情况，则认缴比例、认缴份额等相关数据以最近一次协议为准；3.上述表格不包括短期过桥性质的基金份额投资；4.光大嘉宝分别认缴上海钊励和上海晟科 37.43% 和 5.72% 财产份额，上海钊励认缴上海晟科 22.34% 财产份额；5.上表包含纳入并表范围的基金情况
资料来源：光大嘉宝年报

截至 2020 年底光大嘉宝纳入合并范围的不动产投资项目共 4 个，退出珠海安石宜昭投资中心（有限合伙）（西安大融城项目）；并表不动产投资项目分布在上海和重庆，均为综合体项目，项目区位较好，项目总投资 160.54 亿元，并表项目体量大。光大嘉宝将部分不动产

资管项目纳入合并范围，项目运作成熟后转让退出。一方面，光大嘉宝对部分不动产资管项目持股比例较高，纳入合并范围可以放大投资收益，但同时也承担更大的投资风险；另一方面，随着项目转让退出后，光大嘉宝的财务指标也将出现较大波动。

表 8 光大嘉宝并表基金情况（单位：万平方米、亿元）

基金名称	投资项目	地区	项目业态	总建筑面积	项目总投资	截至 2020 年底可售面积	2020 年销售面积	截至 2020 年底可供出租面积	2020 年出租面积	2020 年租金收入
光控安石-上海一号私募投资基金	光大安石中心项目	上海	综合体	15.90	45.24	1.77	--	9.57	6.60	0.50
上海光野投资中心（有限合伙）	光大安石虹桥中心	上海	综合体	17.00	55.00	--	--	--	--	--
上海雷泰投资中心（有限合伙）	重庆朝天门大融汇	重庆	综合体	26.56	50.00	5.61	0.67	7.44	7.24	0.29
上海嘉宝安石置业有限公司	嘉定大融城	上海	综合体	12.52	10.30	--	--	5.05	4.75	--
合计				71.98	160.54	7.38	0.67	22.06	18.59	0.79

注：1.2020 年光大嘉宝认缴上海雷泰投资中心（有限合伙）37000 万份层级财产份额，合计认缴上海雷泰投资中心（有限合伙）55000 万份层级财产份额，占其总财产份额 30.55%，2020 年 7 月 31 日上海雷泰投资中心（有限合伙）纳入光大嘉宝合并报表范围；2.2020 年光大嘉宝受让上海嘉宝安石置业有限公司 4.00% 股权，合计持有上海嘉宝安石置业有限公司 51.00% 股权，2020 年 12 月 31 日上海嘉宝安石置业有限公司纳入光大嘉宝合并报表范围；3.上述两家新纳入合并范围内的基金 2020 年租金收入及出租面积等仅包含合并后的期间
资料来源：光大嘉宝年报

3. 房地产开发业务

2020 年及 2021 年一季度，光大嘉宝无新增土地储备，房地产开发业务规模可持续性存在较大不确定性；在建项目尚需投入的资金规模尚可，资本支出压力较小；在售和待售项目规模较小。

土地储备方面，2020 年及 2021 年 1-3 月光大嘉宝均未获取新的项目。截至 2021 年 3 月底，光大嘉宝未开发的土地储备为位于上海嘉定的盛创科技园三期项目，为商业和办公用地，区位较好，相对于光大嘉宝的销售规模，光大嘉宝的土地储备规模较小。随着光大嘉宝逐步转型为不动产投资和资产管理平台，光大嘉宝房地产业务的可持续性存在较大的不确定性，未来若房地产业务退出，将对光大嘉宝的财务数据造成较大影响。

表 9 截至 2021 年 3 月底光大嘉宝主要土地储备情况

（单位：%、万平方米）

项目名称	区域	土地用途	权益比例	土地面积	规划计容建筑面积
盛创三期	上海嘉定	商办	51.00	1.35	4.38
合计	--	--	--	1.35	4.38

资料来源：光大嘉宝提供

项目开发方面，2020 年光大嘉宝新开工面积较 2019 年变化不大，新开工项目为梦之春和云翔二期项目（动迁安置房项目）；2020 年无竣工项目，期末在建面积 31.58 万平方米，规模较小。2021 年 1-3 月，光大嘉宝无新开工和竣工项目。

表 10 光大嘉宝主要项目开发数据情况

（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
新开工面积	--	15.81	15.56	0.00

竣工面积	5.92	32.40	0.00	0.00
期末在建面积	32.47	15.81	31.58	31.58

资料来源：光大嘉宝提供

截至 2020 年底，光大嘉宝在建项目 3 个，其中梦之晴和梦之春项目规模较大，云翔二期为

动迁配套房，投资规模较小。在建项目尚需投资 15.20 亿元，考虑到光大嘉宝将逐步转型为以不动产资管业务为核心，以轻资产模式为主，光大嘉宝未来资本支出压力不大。

表 11 截至 2020 年底光大嘉宝在建项目情况

项目名称	所在地	开工时间	预计竣工时间	项目业态	总建筑面积	预计总投资	已投资	尚需投资
梦之晴	上海嘉定	2019	2022	住宅	15.83	26.61	21.31	5.30
梦之春	上海嘉定	2020	2023	住宅	8.43	17.27	12.71	4.56
云翔二期	上海嘉定	2020	2023	动迁配套房	7.32	7.96	2.62	5.34
合计					31.58	51.84	36.64	15.20

注：上表不包含并表基金所属的地产业务

资料来源：光大嘉宝提供

项目销售方面，2020 年，光大嘉宝新开盘梦之晴项目，签约销售面积和销售金额同比略有下降，销售均价略有变化。项目结转方面，由于当期无新竣工项目，光大嘉宝 2020 年结转的面积为 2019 年竣工未结转以及当年销售的完工项目，光大嘉宝结转面积同比下降 36.56%，带动结转收入同比下降 12.61%。2021 年 1—3 月，光大嘉宝签约销售面积和销售金额同比分别增长 15.76 倍和 12.43 倍，主要系梦之晴和梦之悦项目销售所致，结转的面积和收入规模较小，具体情况如表 13 所示。

表 12 光大嘉宝房地产销售数据

(单位：万平方米、亿元、元/平方米)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
签约销售面积	5.69	11.18	10.47	3.52
签约销售金额	24.42	36.23	32.87	11.95
销售均价	42917	32406	31394	33949
结转面积	14.02	14.03	8.90	0.77
结转收入	38.38	33.70	29.45	2.93

注：上表中结转收入不包含车位收入

资料来源：光大嘉宝年报及经营数据公告

从光大嘉宝在售项目来看，截至 2021 年 3 月底，光大嘉宝待售项目 3 个，剩余可售面积规模较小，其中上海的梦之晴和梦之缘项目已经基本销售完毕，光大嘉宝剩余可售项目主要为昆山的梦之悦项目，该项目目前已竣工，但去化比例偏低，主要系受限购政策影响所致。

表 13 截至 2021 年 3 月底待售项目情况 (单位：万平方米、%)

项目名称	城市	项目状态 (在建/完工)	总可售面积	取得预售证面积	累计已销售面积	剩余可售面积	销售比例	权益占比
梦之悦	昆山花桥	完工	16.85	16.85	10.48	6.37	62.20	100.00
梦之晴	上海嘉定	在建	9.25	9.25	8.99	0.26	97.19	33.15
梦之缘	上海嘉定	完工	13.49	13.49	13.37	0.12	99.11	65.00
合计			39.59	39.59	32.84	6.75	--	--

注：上表住宅项目不包含车位和办公等

资料来源：光大嘉宝提供

4. 经营效率

2020 年，受房地产业务结转收入及不动产资管业务收入下降影响，光大嘉宝各经营指标均有所下降，光大嘉宝整体经营效率一般。

2020 年受房地产业务结转收入和不动产资管业务收入下降影响，光大嘉宝销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 15.18 次、0.24 次和 0.13 次，各项指标较 2019 年均有所下降。光大嘉宝整体经营效率一般。

5. 未来发展

光大嘉宝未来将进一步聚焦“不动产资产管理”核心主业，规划符合光大嘉宝目前的资源情况。

光大嘉宝继续坚持主动管理和价值投资的经营理念，进一步聚焦“不动产资产管理”核心主业，巩固和扩大光大嘉宝在细分行业中的头部地位和市场份额，努力将光大嘉宝打造成为国内领先的不动产跨境投资和资产管理平台。

在不动产资管业务方面，依托光大安石平台自身“募、投、管、退”的全链条服务优势，以“核心城市+区域聚焦”为主要经营策略，以“重资产收购+轻资产管理输出”为主要经营模式，战略聚焦于主动管理有稳定现金流的持有型资产，积极发展资产证券化，构建符合投资者投资预期与风险偏好的多元化创新金融产品体系，持续稳定地为投资者提供良好的业绩回报。

七、财务分析

1. 财务概况

光大嘉宝提供了2020年度财务报告，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。光大嘉宝提供的2021年一季度财务数据未经审计。

合并范围变动方面，2020年，光大嘉宝处置子公司3家；新增子公司8家。截至2020年底，光大嘉宝纳入合并范围的子公司共53家。光大嘉宝新纳入合并范围的子公司规模较大，对光大嘉宝财务报表的可比性造成一定影响。

截至2020年底，光大嘉宝合并资产总额338.77亿元，所有者权益99.45亿元（含少数股东权益32.62亿元）；2020年，光大嘉宝实现营业收入39.37亿元，利润总额6.48亿元。

截至2021年3月底，光大嘉宝合并资产总额352.80亿元，所有者权益98.07亿元（含少数股东权益30.89亿元）；2021年1—3月，光大嘉宝实现营业收入5.49亿元，利润总额0.04亿元。

2. 资产质量

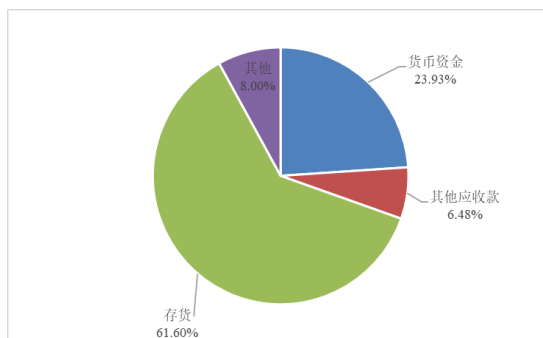
截至2020年底，光大嘉宝资产规模继续增长。光大嘉宝货币资金充足，存货、投资性房地产和在建工程区位较好，但资产受限比例高，流动性一般。

截至2020年底，光大嘉宝合并资产总额338.77亿元，较上年底增长19.21%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中，流动资产占43.11%，非流动资产占56.89%，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至2020年底，光大嘉宝流动资产146.05亿元，较上年底增长12.01%，主要系重庆朝天门项目纳入合并范围，存货增加所致。光大嘉宝流动资产主要构成如图2所示。

图2 截至2020年底光大嘉宝流动资产主要构成



资料来源：光大嘉宝年报、联合资信整理

截至2020年底，光大嘉宝货币资金34.95亿元，较上年底增长1.49%，较上年底变化不大。货币资金中有1.13亿元受限资金，为融资保证金，受限比例为3.24%，受限比例低。

截至2020年底，光大嘉宝其他应收款9.46亿元，较上年底增长34.73%，主要系少数股东支付的往来款和光大嘉宝向参股的不动产基金项目公司提供借款增加所致。

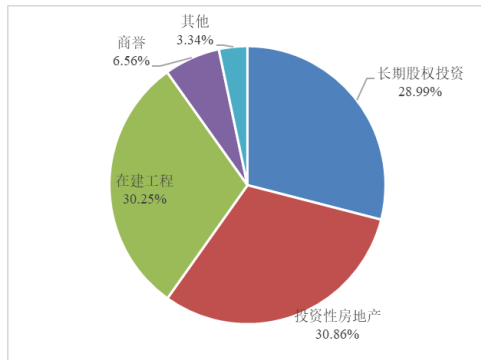
截至2020年底，光大嘉宝存货89.96亿元，较上年底增长10.65%，主要系重庆朝天门项目存货纳入光大嘉宝合并报表范围所致。存货主要由开发成本（占63.77%）和开发产品（占35.95%）构成，开发产品主要由商品房（占52.10%）和综合体（占43.00%）构成，累计计提跌价准备124.97万元，均为2020年对开发产品计提的跌价准备，

主要系早年间已竣工项目部分作为居委会用房，未来不再对外出售，因此计提跌价准备所致。光大嘉宝存货区域分布好，未来存货跌价风险较小。

(2) 非流动资产

截至2020年底，光大嘉宝非流动资产192.72亿元，较上年底增长25.33%，主要系上海雷泰投资中心（有限合伙）及其下属企业运营的重庆朝天门项目投资性房地产和上海嘉定安石置业有限公司运营的上海嘉定大融城项目纳入光大嘉宝合并报表范围所致。光大嘉宝非流动资产主要构成如图3所示。

图3 截至2020年底光大嘉宝非流动资产主要构成



资料来源：光大嘉宝年报、联合资信整理

截至2020年底，光大嘉宝长期股权投资55.87亿元，较上年底增长16.94%，主要系认缴出资珠海安石宜达投资中心（有限合伙）份额所致，累计计提减值准备0.05亿元，系对香港嘉达利发展有限公司的投资无法收回所致；2020年光大嘉宝权益法核算的长期股权投资损失0.62亿元。

截至2020年底，光大嘉宝投资性房地产59.47亿元，较上年底增长84.82%，主要系上海雷泰投资中心（有限合伙）及其下属企业运营的重庆朝天门大融汇项目投资性房地产和上海嘉定安石置业有限公司运营的上海嘉定大融城项目纳入光大嘉宝合并报表范围所致。

截至2020年底，光大嘉宝在建工程58.30亿元，较上年底增长9.54%，主要系光大安石虹桥中心项目本期增加的投入所致。

截至2020年底，光大嘉宝商誉12.64亿元，较上年底无变化。若光大安石后续业绩未达预期，

光大嘉宝将面临商誉减值风险。

截至2020年底，光大嘉宝受限资产合计162.94亿元，占合并资产总额的48.10%，受限比例较高，主要为存货、投资性房地产和在建工程等。

表14 截至2020年底光大嘉宝受限资产情况
(单位：亿元、%)

项目	期末账面价值	占对应科目比例	受限原因
货币资金	1.13	3.24	融资保证金
存货	46.28	51.44	抵押借款
固定资产	0.12	9.71	抵押借款
投资性房地产	57.12	96.04	抵押借款
在建工程	58.30	99.99	抵押借款
合计	162.94	--	--

资料来源：光大嘉宝年报

截至2021年3月底，光大嘉宝合并资产总额352.80亿元，较上年底增长4.14%。其中，流动资产占40.98%，非流动资产占59.02%。光大嘉宝资产结构较上年底变化不大。截至2021年3月底，光大嘉宝投资性房地产83.12亿元，较上年底增长39.78%，主要系重庆朝天门项目竣工及光大安石中心在建工程项目完工转入投资性房地产所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2020年底，光大嘉宝权益中少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性有待提高。

截至2020年底，光大嘉宝所有者权益99.45亿元，较上年底增长4.93%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母光大嘉宝所有者权益占比为67.20%，少数股东权益占比为32.80%。归属于母光大嘉宝的所有者权益主要由股本（占22.44%）、资本公积（占21.18%）、其他综合收益（占-0.19%）、盈余公积（占4.57%）和未分配利润（占52.00%）构成。所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比较大，权益结构稳定性有待提高。

截至2021年3月底，光大嘉宝所有者权益98.07亿元，较上年底下降1.39%。光大嘉宝所有者权益规模和结构较上年底均变动不大。

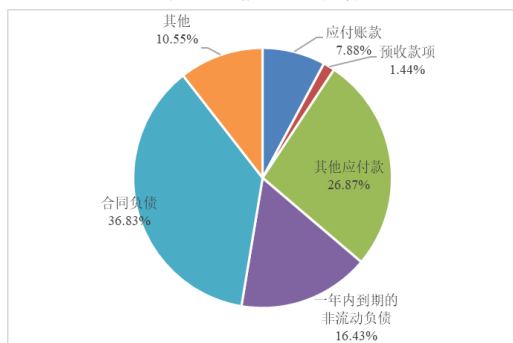
(2) 负债

截至2020年底，光大嘉宝负债总额持续增长。光大嘉宝全部债务增幅较大，债务负担有所加重，债务结构以长期债务为主，主要于2024年后到期，但2022年和2023年也有一定的集中到期压力。光大嘉宝整体债务负担尚可。

截至2020年底，光大嘉宝负债总额239.32亿元，较上年底增长26.36%，主要系长期借款增加所致。其中，流动负债占39.67%，非流动负债占60.33%。光大嘉宝负债以非流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至2020年底，光大嘉宝流动负债94.93亿元，较上年底增长8.47%。光大嘉宝流动负债主要构成如图4所示。

图4 截至2020年底光大嘉宝流动负债主要构成



资料来源：光大嘉宝年报、联合资信整理

截至2020年底，光大嘉宝应付账款7.59亿元，较上年底下降0.34%。应付账款账龄以1年以内（占31.20%）和1~2年（占38.62%）为主。

2020年，光大嘉宝执行新收入准则将部分预收款项调入合同负债。截至2020年底，光大嘉宝预收款项和合同负债合计36.86亿元，较上年底下降0.49%，变动不大。

截至2020年底，光大嘉宝其他应付款25.88亿元，较上年底下降1.23%，主要为收到动迁配套房项目款项、计提的土地增值税和与子公司少数股东的往来款项；其他应付款账龄以1年内（占72.70%）为主。

截至2020年底，光大嘉宝一年内到期的非流动负债15.83亿元，较上年底增长96.97%，主要系“18光大嘉宝 PPN001”临近到期转入所致。

截至2020年底，光大嘉宝非流动负债144.39亿元，较上年底增长41.74%，主要系长期借款增加所致。光大嘉宝非流动负债主要由长期借款（占58.48%）、应付债券（占28.35%）和递延所得税负债（占9.14%）构成。

截至2020年底，光大嘉宝长期借款84.44亿元，较年初增长115.71%，主要系上海雷泰投资中心（有限合伙）和上海嘉宝安石置业有限公司纳入合并报表增加的长期借款及光大安石虹桥中心增加的项目开发贷款所致；长期借款主要由抵押借款（占67.98%）构成。

截至2020年底，光大嘉宝应付债券40.93亿元，较上年底下降11.81%，主要系偿还了多期定向融资工具和债权投资计划所致。

截至2020年底，光大嘉宝递延所得税负债13.19亿元，较上年底增长26.90%，主要系光大嘉宝收购的项目公司所致。

截至2020年底，光大嘉宝全部债务143.01亿元，较上年底增长47.29%。债务结构方面，短期债务占12.26%，长期债务占87.74%，以长期债务为主，债务结构较上年底变化不大。其中，短期债务较上年底增长51.94%，主要系“18光大嘉宝 PPN001”临近到期所致；长期债务较上年底增长46.67%，主要系合并范围扩大以及光大安石虹桥中心新增开发贷所致。从债务指标来看，截至2020年底，光大嘉宝资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为70.64%、58.98%和55.79%，较上年底分别提高4.00个百分点、8.38个百分点和8.34个百分点。光大嘉宝债务负担有所加重，整体债务负担尚可。

截至2021年3月底，光大嘉宝负债总额254.73亿元，较上年底增长6.44%。其中，流动负债占41.41%，非流动负债占58.59%。负债结构较上年底变化不大。截至2021年3月底，光大嘉宝全部债务144.71亿元，较上年底增长1.19%。其中，短期债务15.75亿元（占10.89%），较上年底下降10.13%，主要系偿还了“18光大嘉宝 PPN001”

所致。长期债务128.96亿元（占89.11%），较上年底增长2.77%。从债务指标来看，截至2021年3月底，光大嘉宝资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为72.20%、59.61%和56.80%，较上年底分别提高1.56个百分点、0.62个百分点和1.02个百分点。从债务期限分布来看，光大嘉宝债务主要于2024年后到期，但2022年和2023年也有一定的集中到期压力。

表 15 截至 2021 年 3 月底光大嘉宝有息债务分布
(单位: 亿元)

项目	2021 年 4-12 月到期	2022 年到期	2023 年到期	2024 年及以后到期	合计
短期借款	2.20	--	--	--	2.20
一年内到期的非流动负债	5.98	5.59	--	--	11.57
应付票据	0.31	--	--	--	0.31
长期借款	--	11.05	4.86	61.58	77.49
应付债券	6.48	17.80	26.00	0.01	50.29
长期应付款中有息负债	--	0.11	--	--	0.11
其他应付款中的有息债务	1.60	--	--	--	1.60
合计	16.57	34.55	30.86	61.59	143.57

注：1. 与报表金额有差异，系报表金额包含对应计提的利息；2. 表中的应付债券包含结构化产品；3. 应付债券均按回售日期进行调整
资料来源：光大嘉宝提供

4. 盈利能力

2020 年，受房地产业务结转规模及不动产资管业务收入下降影响，光大嘉宝营业收入有所下降，光大嘉宝利润总额和盈利指标均有所下滑。

2020 年，光大嘉宝实现营业收入 39.37 亿元，同比下降 18.32%，主要系房地产业务结转收入减少所致；2020 年，光大嘉宝利润总额 6.48 亿元，同比下降 5.02%，利润总额的下降幅度小于营业收入，主要系当期结转的房地产项目毛利率较高所致。

期间费用方面，2020 年，光大嘉宝费用总额为 9.90 亿元，同比下降 0.62%。从构成看，光大嘉宝销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 14.30%、37.19% 和 48.51%。其中，销售费用为 1.42 亿元，同比增长 48.67%，主要系并购上海

雷泰投资中心（有限合伙）其下属公司销售费用增加所致；管理费用为 3.68 亿元，同比下降 17.77%，主要系光大嘉宝职工薪酬支出减少所致；财务费用为 4.80 亿元，同比增长 5.98%。

2020 年，光大嘉宝实现投资收益 1.28 亿元，同比增长 137.29%，主要系将上海嘉宝安石置业有限公司纳入合并报表，对原有股权按公允价值重新计量所致，投资收益占营业利润比重为 19.76%，对营业利润有一定影响。

盈利指标方面，2020 年，受房地产业务结转规模及不动产资管业务收入下降影响，光大嘉宝总资产收益率和净资产收益率分别为 4.17%、3.81%，同比分别下降 1.16 个百分点和 0.82 个百分点。光大嘉宝各盈利指标表现一般。

2021 年 1-3 月，光大嘉宝实现营业收入 5.49 亿元，同比下降 33.24%，主要系房地产业务结转收入减少所致；2021 年 1-3 月，实现利润总额 0.04 亿元，同比下降 97.40%。

5. 现金流分析

2020 年，光大嘉宝房地产业务现金回笼减少，但因无新增土地储备，经营活动现金流转为净流入；受收回投资减少和对外投资减少共同影响，光大嘉宝投资活动现金依然呈净流出状态；由于并表范围的基金借款增加，筹资活动由净流出转为净流入。

表 16 2018 - 2020 年及 2021 年 1-3 月光大嘉宝现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	46.61	59.64	47.06	18.42
经营活动现金流出小计	28.85	60.77	33.20	11.40
经营现金流量净额	17.76	-1.13	13.86	7.03
投资活动现金流入小计	16.71	109.25	21.52	1.72
投资活动现金流出小计	48.03	119.58	38.90	2.73
投资活动现金流量净额	-31.33	-10.33	-17.38	-1.01
筹资活动前现金流量净额	-13.57	-11.46	-3.52	6.02
筹资活动现金流入小计	67.32	49.37	91.34	14.08
筹资活动现金流出小计	23.11	58.98	84.31	17.12
筹资活动现金流量净额	44.21	-9.61	7.03	-3.04

资料来源：光大嘉宝财务报告

从经营活动来看，2020 年，光大嘉宝经营活动现金流入同比下降 21.09%，主要系房地产销

售回笼资金减少所致；经营活动现金流出同比下降45.37%，主要系当期无新增土地储备出让金所致。2020年，光大嘉宝经营活动现金由净流出转为净流入。

从投资活动来看，2020年，光大嘉宝投资活动现金流入同比下降80.30%，主要系收回投资减少所致；投资活动现金流出同比下降67.47%，主要系对外投资减少所致。综上，2020年，光大嘉宝投资活动现金为净流出状态，同比增长68.31%。

2020年，光大嘉宝筹资活动前现金流量为净流出3.52亿元，净流出额同比下降69.27%，光大嘉宝经营活动产生的现金与投资活动现金流出差额不大，考虑到光大嘉宝并表的基金较多，建设开发需要的资金规模较大，光大嘉宝存在一定的外部融资需求。

从筹资活动来看，2020年，光大嘉宝筹资活动现金流入同比增长85.03%，主要系并表基金的项目开发贷增加所致；筹资活动现金流出同比增长42.95%，主要系偿还债务增加所致。2020年，光大嘉宝筹资活动现金由净流出转为净流入。

2021年1—3月，光大嘉宝经营活动产生的现金净流入7.03亿元，投资活动产生的现金净流出1.01亿元，筹资活动产生的现金净流出3.04亿元。

6. 偿债能力

2020年，光大嘉宝短期偿债能力强，长期偿债能力尚可；考虑到光大嘉宝股东实力雄厚，对光大嘉宝支持力度大，以及光大嘉宝不动产资管业务经验丰富，具有领先地位，光大嘉宝整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，光大嘉宝流动比率与速动比率由上年底的148.98%和56.09%分别提高至153.85%和59.08%，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2020年底，光大嘉宝现金短期债务比由上年底的3.10倍下降至2.24倍；截至2021年3月底，光大嘉宝现金短期债务比为2.60倍，较上年底有所提高，现金类资产对短期债务的保障程

度高。整体看，光大嘉宝短期偿债能力强。

2020年，光大嘉宝EBITDA为14.85亿元，同比增长5.38%。光大嘉宝EBITDA利息倍数由上年的2.30倍下降至1.85倍，EBITDA对利息的覆盖程度尚可；全部债务/EBITDA由上年的6.89倍提高至9.63倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，光大嘉宝长期债务偿债能力尚可。

截至2021年3月底，光大嘉宝无未决诉讼。光大嘉宝控股子公司上海泰琳实业有限公司（以下简称“上海泰琳”）与上海易初莲花连锁超市有限公司（以下简称“易初莲花”）的诉讼已执行完毕，上海泰琳于2020年8月收到了上海市一中院作出的（2020）沪01执1179号执行裁定书，裁定结果对光大嘉宝2020年利润或期后利润无重大不利影响。

截至2020年底，光大嘉宝对外担保（不含对购房者的担保）2笔，金额合计5.60亿元，占光大嘉宝净资产的比例为6.12%。光大嘉宝对外担保均有反担保措施，光大嘉宝或有负债风险可控。

截至2020年底，光大嘉宝获得的银行授信额度合计102.76亿元，已使用授信86.81亿元，间接融资渠道有待拓宽。光大嘉宝作为上市公司，具有直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司资产以其他应收款、长期股权投资和其他非流动金融资产为主；母公司作为部分借款和全部债券的债务主体，债务负担一般；母公司收入规模较小，现金流量规模不大。

截至2020年底，母公司资产总额121.48亿元，较上年底增长5.50%。其中，流动资产28.94亿元（占23.82%），非流动资产92.54亿元（占76.18%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占8.93%）和其他应收款（占86.08%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占41.44%）和长期股权投资（占54.48%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为2.59亿元。

截至2020年底，母公司负债总额82.65亿元，较上年底增长11.91%。其中，流动负债38.41亿元（占46.47%），非流动负债44.24亿元（占53.53%）。

从构成看，流动负债主要由其他应付款（占70.24%）和一年内到期的非流动负债（占27.27%）构成，非流动负债主要由长期借款（占7.42%）和应付债券（占92.51%）构成。母公司2020年底资产负债率为68.04%，较2019年底提高3.90个百分点。截至2020年底，母公司全部债务55.95亿元。其中，短期债务占20.99%、长期债务占79.01%。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率为59.04%，较2019年底上升2.51个百分点，母公司债务负担有所加重，债务负担仍属一般。

截至2020年底，母公司所有者权益为38.83亿元，较上年底下降5.96%，在所有者权益中，股本为15.00亿元（占38.63%）、资本公积合计14.60亿元（占37.60%）、未分配利润合计6.26亿

元（占16.13%）、盈余公积合计3.06亿元（占7.87%）。所有者权益稳定性一般，

2020年，母公司营业收入为0.67亿元，利润总额为-2.10亿元。同期，母公司投资收益为0.60亿元。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流净额为14.26亿元，投资活动现金流净额为-11.02亿元，筹资活动现金流净额为-1.64亿元。

八、结论

综合评估，联合资信确定维持光大嘉宝主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-2 光大嘉宝股份有限公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	64.11	35.78	39.25	41.02
资产总额 (亿元)	250.99	284.17	338.77	352.80
所有者权益 (亿元)	81.47	94.78	99.45	98.07
短期债务 (亿元)	27.60	11.54	17.53	15.75
长期债务 (亿元)	65.37	85.56	125.48	128.96
全部债务 (亿元)	92.97	97.09	143.01	144.71
营业收入 (亿元)	47.58	48.21	39.37	5.49
利润总额 (亿元)	16.18	6.83	6.48	0.04
EBITDA (亿元)	19.94	14.10	14.85	--
经营性净现金流 (亿元)	17.76	-1.13	13.86	7.03
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	44.76	28.74	15.18	--
存货周转次数 (次)	0.32	0.35	0.24	--
总资产周转次数 (次)	0.25	0.18	0.13	--
现金收入比 (%)	89.74	99.16	97.66	316.78
营业利润率 (%)	43.97	34.59	39.55	42.52
总资本收益率 (%)	8.35	5.32	4.17	--
净资产收益率 (%)	14.36	4.63	3.81	--
长期债务资本化比率 (%)	44.52	47.44	55.79	56.80
全部债务资本化比率 (%)	53.29	50.60	58.98	59.61
资产负债率 (%)	67.54	66.65	70.64	72.20
流动比率 (%)	154.42	148.98	153.85	137.07
速动比率 (%)	78.84	56.09	59.08	57.24
经营现金流动负债比 (%)	18.71	-1.29	14.60	--
现金短期债务比 (倍)	2.32	3.10	2.24	2.60
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.07	2.30	1.85	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.66	6.89	9.63	--

注: 1.已将其他应付款和长期应付款中的有息负债分别调整为短期债务和长期债务; 2.2021 年一季度财务数据未经审计
资料来源: 光大嘉宝财务报告

附件 1-3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 1-4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 1-4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 2 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信信贷资产支持票据的具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信信贷资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}、C_{sf}。除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。